

## **RECENZJA PRACY DOKTORSKIEJ**

### **BEZPIECZEŃSTWO ORGANIZACYJNE FUNDUSZY INWESTYCYJNYCH**

autorstwa Pani mgr. Moniki Glinki

promotor prof. UW dr hab. Marcin Dyl

#### **I. Uwagi ogólne**

Na przestrzeni ostatnich 20 lat polski rynek kapitałowy przeszedł liczne metamorfozy, które uczyniły go nie tylko bardziej atrakcyjnym dla inwestorów, ale także źródłem naukowego i praktycznego zainteresowania zarówno ekonomistów, jak i prawników. Szczególne miejsce na rynku kapitałowym zajmują fundusze inwestycyjne, które gromadzą ponadprzeciętnej wielkości kapitał. Dzięki temu mają realny wpływ na sytuację rynkową, w tym decyzje inwestycyjne niemal wszystkich uczestników tego segmentu rynku finansowego. Kumulacja kapitału wielu indywidualnych inwestorów w jednym podmiocie, czyni koniecznym uznanie go za instytucję zaufania publicznego. Działalność takiej instytucji wymaga szczególnej regulacji zabezpieczającej interesy zarówno uczestników funduszu, jak i pozostałych uczestników rynku kapitałowego, a także interesu publicznego. W tym kontekście bezpieczeństwo organizacyjne funduszy inwestycyjnych wymaga przeanalizowania zarówno wewnętrznej struktury organizacyjnej funduszu, jak i obligatoryjnych i fakultatywnych relacji prawnych, jakie łączą fundusz inwestycyjny z obsługującymi go podmiotami. Niezależnie od powyższego nad bezpieczeństwem obrotu, w tym działalności funduszy inwestycyjnych czuwa przede wszystkim Komisja Nadzoru Finansowego, ale poniekąd także (systemowo) inne podmioty (np. KDPW). Ta złożona, wieloaspektowa struktura regulacyjna funkcjonowania funduszu inwestycyjnego może stanowić interesujący przedmiot analiz prawnych. Nie dziwi więc zainteresowanie Doktorantki problematyką instytucji

zbiorowego inwestowania w kontekście bezpieczeństwa powierzonych im środków. Z uwagi na wielowymiarowość regulacji funkcjonowania funduszy inwestycyjnych, przyjęty temat rozprawy wymagał od Autorki sięgnięcia do wielu opracowań oraz przeanalizowania ogromnej bazy źródeł prawa, warto przy tym podkreślić, nie tylko polskiego. Pracy z pewnością nie ułatwiały Jej również liczne w ostatnim czasie nowelizacje prawa rynku kapitałowego w tym ustawy o funduszach inwestycyjnych. Wybrany przez Doktorantkę temat niewątpliwie stwarza pole do wielu ciekawych analiz prawnych i ekonomicznych.

## **II. Temat pracy, założenia i cel rozprawy oraz metody badawcze**

Już sam tytuł pracy budzi zainteresowanie. Może on być bowiem różnie interpretowany. Nie przesądza bowiem o czyje bezpieczeństwo chodzi, samego funduszu, czy jego uczestników. Konsekwencją takiego ujęcia tematu jest dalej brak jednoznaczności co do celu /a raczej przedmiotu/ tytułowego „bezpieczeństwa”. Autorka już na pierwszych stronach wstępu podjęła starania wyjaśnienia celu pracy oraz przedstawiła jej główne założenia (s. 11 i 13). W pierwszej kolejności Autorka ograniczyła swoje rozważania jedynie do konstrukcji funduszy inwestycyjnych otwartych. Biorąc pod uwagę daleko posuniętą specyfikę poszczególnych rodzajów funduszy inwestycyjnych, to bardzo ważne zastrzeżenie. Za podstawowe założenia robocze przyjęła 1. szczególne miejsce regulacji ustawowej w postaci przepisów bezwzględnie obowiązujących, a odnoszących się do struktury organizacyjnej (wewnętrznej oraz systemu podmiotów zewnętrznych) funduszu inwestycyjnego, 2. silny determinizm przepisów unijnych na krajowe regulacje bezpieczeństwa instytucji wspólnego inwestowania oraz 3. szczególne miejsce nadzoru państwowego nad całym rynkiem finansowym. Te trafne, wstępne założenia przyjęte na początku pracy, Autorka sukcesywnie weryfikuje na kolejnych stronach rozprawy.

Za cel badawczy pracy Autorka obrała wskazanie wewnętrznych oraz zewnętrznych organizacyjnych elementów bezpieczeństwa OFI oraz ocenę ich wpływu na bezpieczeństwo organizacyjne tego rodzaju funduszy. Tak sformułowany cel badawczy sprawia wrażenie dotkniętego błędem logicznym *idem per idem* i może budzić pewien niedosyt poznawczy.

Opisując poszczególne rozdziały rozprawy Doktorantka wskazuje na zastosowane metody badawcze. Przeważa metoda teoretyczno – prawna oraz dogmatyczna, choć

Autorka ich nie definiuje. Wieńczący pracę rozdział sugeruje zastosowanie metody prawnoporównawczej. Jednak jego lektura przekonuje co do jedynie pomocniczego charakteru uwag dotyczących regulacji niemieckich. Brak w nim bowiem bezpośrednich odniesień, porównań do regulacji polskich.

### **III. Ocena formalnych aspektów rozprawy**

Punktem wyjścia dla oceny formalnej strony rozprawy jest jej temat w powiązaniu z zaproponowanym przez Autorkę wewnętrznym podziałem kluczowych Jej zdaniem zagadnień, składających się na spis treści. Układ planu pracy wskazuje, że Doktorantka postanowiła stworzyć własne, oryginalne podejście do zagadnień tworzących sedno tematu dysertacji.

Pracę otwiera rozdział poświęcony podstawowym zagadnieniom związanym z rynkiem finansowym oraz funduszami inwestycyjnymi. Mając na uwadze pewną naukową hermetyczność i złożoność prawa rynku finansowego, a zwłaszcza rynku kapitałowego, rozdział ten pełni funkcję wprowadzającą oraz porządkującą. Jako taki z pewnością jest pomocny osobom bliżej niezwiązanym z prawem rynku kapitałowego. Rozdział ten pozwala także ocenić umiejętność Doktorantki lapidarnego opisu złożonych zagadnień składających się na rynek kapitałowy oraz zasady funkcjonowania funduszy inwestycyjnych. Ocena ta wypada jak najbardziej pozytywnie, przy czym podkreślenia wymaga, że umiejętność ta w przypadku rynku kapitałowego jest szczególnie trudna. W zakresie tego rozdziału sugeruję ewentualne rozważenie możliwości zmiany kolejności omawianych zagadnień. Wydaje się, że rozdział powinny otwierać kwestie związane ze źródłami prawa, a dopiero w dalszej kolejności powinny znajdować się ogólny opis rynku finansowego oraz funduszy inwestycyjnych, jako jego uczestników.

Tytuł drugiego rozdziału (Przepisy prawa podstawą funkcjonowania działalności funduszy inwestycyjnych) może budzić zastrzeżenia nie tylko natury językowej („działalności funkcjonowania”). Wydaje się, że podstawą działalności każdego podmiotu są przepisy prawa, a przynajmniej wyznaczają one granice swobody prowadzenia działalności. Doktorantka jednak słusznie dostrzega w tym rozdziale specyfikę europejskich i polskich regulacji funduszy inwestycyjnych, podkreślając także szczególne miejsce nietypowych źródeł odnoszących się do działalności funduszy (uchwały, rekomendacje i stanowiska KNF).

Trzeci rozdział koncentruje się na kluczowych dla przyjętego tematu pracy kwestiach związanych z bezpieczeństwem organizacyjnym funduszu inwestycyjnego. Można mieć pewne wątpliwości co do kolejności omawianych zagadnień (1. podmioty zewnętrzne, 2. organy FIO, 3. podmioty zewnętrzne współpracujące z FIO), jednak co do zasady uwzględnione zostały wszystkie elementy bezpieczeństwa organizacyjnego. Brakuje jednak teoretycznej podbudowy pojęcia „bezpieczeństwo organizacyjne”, która uzasadniałaby wyłączenie z kręgu rozważań roli np. KDPW SA.

Rozdział czwarty odwołuje się do KNF jako podmiotu zewnętrznego wpływającego na bezpieczeństwo działalności funduszu inwestycyjnego. Choć rzeczywiście to bardzo ważny element bezpieczeństwa działalności funduszy, Doktorantka z bliżej nie wyjaśnionych przyczyn nie uwzględniła go w trzecim rozdziale pracy, obok takiego podmiotu jak Sąd Rejestrowy funduszy inwestycyjnych. Być może jest to uzasadnione tym, że KNF choć ma szeroki wpływ na bezpieczeństwo organizacyjne funduszu inwestycyjnego, to jednak nie stanowi elementu składowego organizacji funduszu, a szerszej całości, jakim jest rynek finansowy. Między innymi właśnie w tym miejscu również ujawniają się konsekwencje braku doprecyzowania tematu pracy we wstępie dysertacji.

Pracę wieńczy rozdział w założeniach Autorki prawnoporównawczy, *de facto* jednak mający walor poznawczy, a w mniejszym stopniu (jeśli w ogóle) odnoszący się do polskich rozwiązań prawnych. Faktu tego nie zmieniają jego ostatnie niespełna 3 strony, w ramach których Doktorantka stara się porównać niemiecki i polski organ nadzoru w kontekście działalności FIO, to jednak za mało, by móc przyznać tej części pracy charakter prawnoporównawczy.

Od strony redakcyjnej praca napisana jest zasadniczo starannie i poprawnie. Zdarzają się potknięcia językowe (np. w zakresie konstrukcji zdania, stylistyki czy odmiany słów). Brakuje spisu wykorzystanych źródeł prawa, choć ważniejsze przywołane są w wykazie skrótów i definicji. Doktorantka w zasadzie wykorzystwała w pełni zasoby bibliograficzne odnoszące się do przyjętego tematu pracy. Wywody prowadzone są w sposób czytelny i zrozumiały. Niektóre części rozprawy mogą sprawiać wrażenie „przegadanych”.

#### **IV. Ocena merytorycznych aspektów pracy**

Recenzowana praca reprezentuje wysoki poziom merytoryczny. Autorka sprawnie zmagą się z trudną materią normatywną i ekonomiczną, nie stroniąc od własnych

podsumowań. Kilka uwag recenzenta absolutnie nie przekreśla wysokiej oceny rozprawy. Wszak w każdej pracy, nie wykluczając zwłaszcza utworów osoby piszącej te słowa, można podnieść słuszne, krytyczne uwagi.

Należy podkreślić, że lektura pracy przekonuje o szerokiej wiedzy jej Autorki, która słusznie sięga do regulacji krajowych i unijnych. Praca dowodzi, że orientuje się w wybranych aktach prawnych będących podstawą opisywanych regulacji.

W pierwszej kolejności, jak już była mowa wyżej, sądzę, że warto zwrócić uwagę na doprecyzowanie tytułu pracy. Nie chodzi przy tym o to, że jest on niewłaściwy, lecz o doprecyzowanie rozumienia jego treści, wyjaśnienie poszczególnych pojęć składających się na tytuł rozprawy oraz znaczenia tytułu jako swoistej całości.

Doktorantka odwołuje się czasami do regulacji prawnych już nieobowiązujących. Przykładem tu może być przywoływana ustawa o swobodzie działalności gospodarczej, która zastąpiona została jeszcze pod koniec 2018 r. pakietem ustaw tworzących tzw. konstytucję dla biznesu (np. s. 47). Wchodząca w skład konstytucji dla biznesu ustawa prawo przedsiębiorcy obowiązywała więc już w okresie, do którego odwołuje się Autorka we wstępie do rozprawy (1. kwietnia 2019 r.). Jestem pewien, że to „przeoczenie” jest wynikiem jedynie dynamicznych zmian legislacyjnych, których jesteśmy świadkami w ostatnim czasie. Warto w tym miejscu podkreślić, że w okresie, gdy Doktorantka pisała recenzowaną rozprawę weszły w życie liczne i poważne nowelizacje polskiego prawa, a dotknęły one także regulacje z zakresu prawa rynku kapitałowego. Tłumaczyć to może także nieliczne odniesienia Autorki do nieobowiązujących już przepisów i w tym zakresie.

Dość niefortunnie Doktorantka stwierdza, że zadaniem TFI jest zarządzanie funduszem, przez które rozumie głównie pośrednictwo w zbywaniu i odkupywaniu jednostek uczestnictwa, zarządzanie zbiorczym portfelem papierów wartościowych oraz reprezentację (s. 47). Ciekaw jestem, czy Doktorantka dostrzega także inne aspekty zarządzania funduszem inwestycyjnym.

Pewien niedosyt budzi lektura części I. rozdziału poświęconej tytułom uczestnictwa funduszu inwestycyjnego. Nie chodzi przy tym o lapidarność uwag, bo to zrozumiałe z punktów widzenia roli I. rozdziału pracy, lecz pominięcie w ogóle certyfikatów inwestycyjnych. Podobnie dość skromnie przedstawia się kończący I. rozdział pracy wykaz aktów prawnych regulujących działalność funduszy inwestycyjnych. Doktorantka zaczyna tę część pracy od regulacji polskich, a dopiero potem omawia regulacje UE. Jak sądzę, metodologicznie lepszym rozwiązaniem jest rozpoczęcie tych uwag od przepisów

UE. Doktorantka z pewnością podziela mój pogląd w tym zakresie, skoro taką kolejność przyjęła w rozdziale II. Wskazując regulacje polskie, niestety Autorka wspomniała tylko o niektórych przepisach rangi ustawowej, pomijając inne, nie wspominając w ogóle o aktach wykonawczych. Natomiast zbyt szczegółowe wydają się w tym miejscu uwagi dotyczące KNF, zwłaszcza, że organowi temu poświęciła osobny rozdział.

Nieco szersze omówienie źródeł prawa odnoszących się do działalności funduszy inwestycyjnych jest przedmiotem II. rozdziału pracy. Mam przy tym poważne wątpliwości co do w ogóle zasadności wyodrębniania takiego rozdziału w pracy doktorskiej z dziedziny prawo. Jak sądzę, cała rozprawa powinna odnosić się do, czy opierać na regulacjach prawnych i to na każdym etapie prowadzonych rozważań. Wyodrębnianie osobnego rozdziału poświęconego źródłom prawa, w którym w zasadzie opisuje się co jest przedmiotem poszczególnych aktów prawnych jest zabiegiem jałowym i może sugerować, że w kolejnych rozdziałach nie będzie już mowy o regulacjach prawnych. Jestem przekonany, że tylko nieco szersze niż ma to teraz miejsce w I. rozdziale omówienie poszczególnych źródeł prawa już na kartach I. rozdziału byłoby wystarczającym zabiegiem. Trudno jest mi zrozumieć względy, jakimi kierowała się Doktorantka przywołując poszczególne akty prawne wraz z krótką charakterystyką przedmiotu ich regulacji. Rozwiązanie to w żaden sposób nie współgra z tytułem rozprawy doktorskiej. Nie zmieniają tego skądinąd ciekawe wywody Doktorantki w tej części pracy dotyczące charakteru prawnego uchwał KNF. Wydają się one jednak zbyt szerokie, a przy tym uchwały KNF w niewielkim stopniu odnoszą się do działalności funduszy, na co zwraca uwagę sama Doktorantka (s. 124 i nast.).

Kluczowy z punktu widzenia tematu pracy rozdział III. otwierają uwagi dotyczące podmiotów zewnętrznych. Tu pierwszym problemem, z którym spotyka się Doktorantka jest usytuowanie TFI, który pełni podwójną rolę w działalności funduszu. Tworząc fundusz TFI rzeczywiście występuje względem niego poniekąd jako podmiot zewnętrzny. Jednak po zarejestrowaniu funduszu z mocy prawa staje się jego organem. Szkoda, że tego zagadnienia Doktorantka nie zgłębia. Podobnie, choć zauważa, to nie poddaje analizie konsekwencji prawnych szczególnej sytuacji zarządu TFI, który z jednej strony zarządza TFI, ale z drugiej jednocześnie *de facto* i *de iure* zarządza funduszem inwestycyjnym (s. 140 i nast.). Uwagi poświęcone sądowi rejestrowemu, depozytariuszowi i biegłemu rewidentowi w dużej mierze mają charakter odtwórczy. Doktorantka przywołuje kolejne regulacje ustawowe, nie wdając się w głębszą ich analizę, a szkoda, bo konstrukcja prawna funkcjonowania funduszy inwestycyjnych stwarza

szerokie pole do prowadzenia takich wywodów prawnych. Drugą grupę podmiotów, którą omawia stanowią organy wewnętrzne funduszu. Może budzić wątpliwości taka nazwa wymienionych organów. Sugeruje ona bowiem, że występują też organy zewnętrzne funduszy, ale Doktorantka skrupulatnie tę kwestię pomija milczeniem. Zaskakującym jest przy tym pominięcie wśród organów wewnętrznych funduszu TFI. Z pewnością jest to wynikiem zakwalifikowania TFI do grupy podmiotów zewnętrznych ... Ostatnią grupę podmiotów tworzą osoby, którym TFI może powierzyć swoje obowiązki. Sposób prowadzenia wywodów w rozdziale III. wskazuje, że Doktorantka bardziej skoncentrowała się na opisanu regulacji ustawowych dotyczących poszczególnych podmiotów współpracujących z funduszem inwestycyjnym i nałożonych na nie obowiązków, niż na analizie ich roli z punktu widzenia przyjętego tematu pracy. Brakuje tu myśli przewodniej, odwoływania się do zasadniczego przedmiotu pracy, głównego wątku, dla którego Doktorantka podjęła się napisania dysertacji.

IV. rozdział pracy poświęcony został roli KNF w działalności funduszy inwestycyjnych. Słusznie Doktorantka wyróżniła tu etapy oddziaływania Komisji na fundusze inwestycyjne, wskazując tym samym, że KNF czuwa nad bezpieczeństwem funduszy inwestycyjnych w zasadzie od samego początku procesu ich tworzenia. Ciekawe są uwagi dotyczące nadzoru prewencyjnego, kształtującego oraz represyjnego nad TFI. Choć należy się zgodzić z Doktorantką co do absolutnie wyjątkowej, szczególnej roli KNF w tworzeniu i funkcjonowaniu funduszy inwestycyjnych, to jednak szkoda, że Doktorantka nie uściśliła kluczowego w pracy pojęcia bezpieczeństwa organizacyjnego, do którego można by odnosić poszczególne uprawnienia KNF wobec funduszy inwestycyjnych.

Ostatni rozdział pracy odnosi się do regulacji niemieckich. Jak była mowa wyżej, choć zawiera ciekawe wywody, to nie przesądza o prawnoporównawczym charakterze pracy, a stanowi jedynie jej uzupełnienie. Nie przekonuje mnie twierdzenie Doktorantki, co do zasadności wyboru akuratnie prawa niemieckiego. Uważam, że co najmniej równie dobre powody można by przywołać dla regulacji francuskich i amerykańskich.

Na koniec sugeruję rozważenie przez Doktorantkę uzupełnienia rozprawy o kwestie związane z odpowiedzialnością za szkodę wynikłą z naruszenia zasad bezpiecznej organizacji funduszu. Sądzę że zagadnienia te istotnie wzbogacą jej treść.

Pracę wieńczy zakończenie, w którym Autorka wraca do głównych tez pracy oraz potwierdza ich prawdziwość. Stanowią one swoistą rekapitulację podstawowych założeń, tez i wniosków zaprezentowanych na kolejnych kartach pracy.

Zawarte w niniejszej recenzji uwagi mają na celu bardziej wywołanie określonych problemów w ramach publicznej dyskusji w czasie obrony rozprawy, niż deprecjonowanie samej rozprawy, którą należy ocenić wysoko.

## V. Podsumowanie

Recenzowana praca Pani mgr Moniki Glinki zasługuje na pozytywną ocenę, czyniąc zadość wymogom stawianym ustawą z 14. marca 2003 r. o stopniach naukowych i tytule naukowym oraz o stopniach i tytule w zakresie sztuki /Dz.U. z 2017 r., poz. 1789 z póź. zm./ w zw. z art. 175 ustawy z 3. lipca 2018 r. przepisy wprowadzające ustawę - prawo o szkolnictwie wyższym i nauce /Dz.U. 2018, poz. 1669 z póź. zm./ oraz może stanowić podstawę dalszego prowadzenia przewodu doktorskiego.

A handwritten signature in black ink, consisting of stylized initials and a surname, located at the bottom right of the page.